

治理主体间的权力博弈 影响了股权激励双重效应吗？

——以民营中小上市公司为例

徐 宁 任天龙 吴 创*

摘要：本文基于双重委托代理框架，构建了公司治理主体的权力博弈对股权激励的影响路径分析模型，并运用2007-2012年中国民营中小上市公司面板数据进行实证分析。研究发现：作为民营中小上市公司的核心治理主体，经营层与终极控制人的权力博弈对股权激励强度及其双重效应均具有显著影响。具体而言，经营层权力对股权激励强度具有显著的正向影响，终极控制人权力则对其产生负向影响，两者在对股权激励强度作用的过程中存在冲突，终极控制人权力对股权激励强度的负向作用更为强烈；股权激励对第一类代理成本具有抑制效应，而在经营层权力与终极控制权力的双重调节效应下，这种抑制效应更为凸显；股权激励对第二类代理成本的作用并不显著，但这种作用过程同样受到来自两类权力双重调节效应的显著影响。

关键词：股权激励 权力博弈 双重代理成本 民营中小上市公司

一、引言

自股权激励制度被现代公司采用以来，学术界关于股权激励效应的研究可谓汗牛充栋。然而已有研究多局限于关注股权激励与公司价值的直接关联关系，继而以利益趋同效应假说与堑壕效应假说为基础，得出了迥异的结论。随着公司治理研究的不断深入，处于中心的权力配置问题受到普遍关注(Magee and Galinsky, 2008; Lewellyn and Muller-Kahle, 2012)，提供了一种崭新的视角。但目前相关文献多是从单一静态维度出发，比如探讨管理层权力对于股权激励效应的影响。在实践中，管理层权力并非独立作用的，核心治理主体之间的权力博弈才是客观存在，将其引入到股权激励研究框架之中则是该领域的重要拓展方向。

*徐宁，山东大学管理学院，山东省协同创新软科学研究基地，邮政编码：250100，电子信箱：xuning305@163.com；任天龙，山东大学管理学院，邮政编码：250100，电子信箱：kevin21ren@sina.com；吴创，山东大学管理学院，邮政编码：250100，电子信箱：hitmiracle@163.com。

本文感谢国家自然科学基金青年项目“高管激励契约整合与中小上市公司成长：基于技术创新动态能力的中介效应”（项目编号：71302089）、国家自然科学基金面上项目“上市公司高管激励配置与协同——基于多层次情境因素的研究”（项目编号：71272120）、山东省优秀中青年科学家科研奖励基金（项目编号：BS2013SF006）、山东大学自主创新青年团队项目（项目编号：IFYT12059）的资助。特别感谢匿名审稿人的意见，文责自负。

国美电器中最为突出的委托代理问题为大股东与经营层之间的控制权之争(祝继高、王春飞,2012)。伴随着大股东与管理层之间的权力博弈,国美电器的股权激励强度与效应也发生了显著变化。在大股东权力占据绝对优势的情况之下,股权激励计划一直搁浅,而随着经营层权力逐步撼动大股东权力,该计划开始启动,但此时激励方案已经成为经营层掠夺权力的工具,偏离了其预期轨道。由其可知,股权激励可以作为公司利益主体之间博弈的重要工具。尤其是对于民营中小上市公司而言,股权激励实施与否及其合理性是影响公司内部权力制衡的关键因素,而这两类权力的博弈对于此类公司股权激励的成败有着更为显著的影响。由于对丧失公司控制权风险的规避,部分民营中小公司一直未敢尝试股权激励,尤其是当国美控制权之争等事件发生之后,多数公司更加谨慎地看待股权激励的“双刃剑”效应。因此,在该类公司中股权激励效应如何实现?治理主体之间的权力博弈将对股权激励强度产生怎样的影响?不同权力分别在股权激励效应实现过程中扮演什么角色?上述理论问题的解决对于股权激励的推行以及公司治理的完善有着重要意义,然而尚未有研究对其进行深入探讨。

鉴于此,本文选择这一独特的视角来进行研究。首先基于双重委托代理分析框架,构建双重代理框架下权力博弈对股权激励的影响路径分析模型,继而运用 2007-2012 年中国民营中小上市公司面板数据对权力博弈对于股权激励强度及其效应的影响进行实证检验,以期股权激励研究的拓展与深化提供新的思路。

二、理论分析与研究假设

在双重委托代理理论分析框架下研究股权激励必然要考虑到公司治理主体的权力配置问题。对于民营中小上市公司而言,公司治理的核心主体为终极控制人与经营层。因此本文构建了双重代理框架下治理主体的权力博弈对股权激励的影响路径分析模型,如图 1 所示。权力博弈对股权激励的影响主要通过两个路径实现:一是股权激励强度受到终极控制人权力与经营层权力的影响,两者会在作用过程中产生冲突效应;二是股权激励在解决两类代理问题时会受到两种权力的双重影响。在这一过程中,终极控制人权力和经营层权力作为调节变量对两类代理成本发生作用。

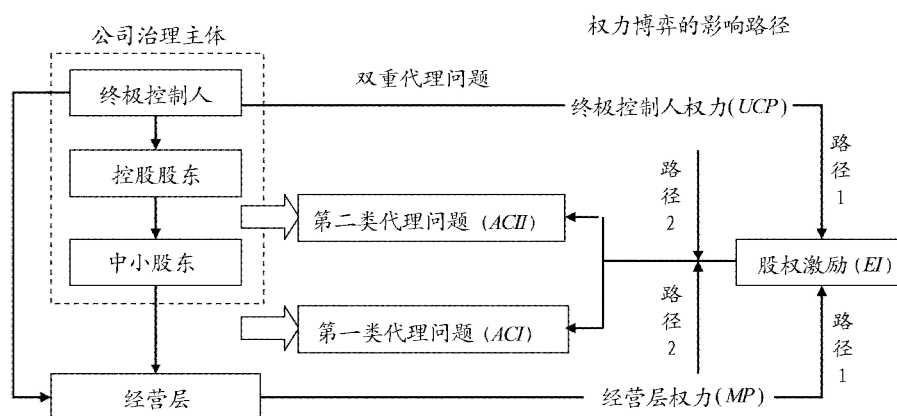


图 1 治理主体之间的权利博弈对股权激励的影响路径分析模式

(一) 治理主体间的权力博弈对股权激励强度的影响

当经营层拥有较大的决策权和执行权之时,其薪酬往往较高(Core, et al., 1999)。因此,

由于经营层权力的存在,经营层实际上成为了其薪酬制定的控制者,从而使股权激励机制实际上成为了经营层寻租的工具(Bebchuk and Fried, 2003)。Morse 等(2011)发现,具有较大权力的 CEO 能够通过影响董事会而使其关注点转向他们业绩较为突出的方面,从而掌控激励契约设计。近年来,国内也涌现出诸多关于经理层权力对高管激励强度影响的研究,如权力较大的经营者能够通过控制董事会进而影响薪酬的制定(卢锐等, 2008);经营层权力主导下易产生薪酬“尺蠖效应”^①(方军雄, 2011);股权分散度较高的公司与董事长和总经理两职合一的公司较倾向于授予高管更多的股权激励(孙健、卢闯, 2012)。本文认为,在经营层权力相对较大之时,经理人在自身的薪酬安排上掌握着一种凌驾于薪酬委员会之上的权力,从而会严重影响薪酬委员会的独立性,此时的激励计划有可能会向着有利于其利益的方向演变,激励强度也会相应提高,因此提出假设:

假设 1a:经营层权力与股权激励强度之间存在显著的正相关关系,即经营层权力越大,股权激励强度越大。

在股权结构相对集中的上市公司中,终极控制人拥有公司的实际控制权,受到机会主义倾向的影响,很可能会产生侵占中小股东的行为。存在控股股东的公司股东的掏空行为更为严重(唐建新等, 2013)。而在这种情况下,终极控制人掌握着绝对的权力优势。由此衍生出另一议题:终极控制人权力究竟会不会对股权激励强度产生影响?对此国内外学者也展开了相关研究。Ittner 等(2003)发现,大股东持股比例与授予 CEO 的股票期权比例显著负相关,大股东持股比例越高,CEO 获得的股票期权越少。Van den Steen(2005)认为,当委托人与代理人对正确行动的先验判断存在冲突时,委托人的控制权与代理人激励之间可能存在冲突。夏纪军和张晏(2008)研究证实,大股东控制权与股权激励之间存在显著的冲突。在实践中,很多民营中小上市公司的实际控制人出于对控制权转移风险的担忧,也并不情愿进行较大范围的股权激励,据此得出假设:

假设 1b:终极控制人权力与股权激励强度之间存在显著的负相关关系,即终极控制人权力越大,股权激励强度越小。

Aghion 和 Tirole(1997)对组织内部的权力配置的研究表明,提高代理人的实际控制权有助于提高其工作的主动性与积极性,但这是以委托人部分控制权的过渡为代价的。Van den Steen(2005)通过模型证实,赋予代理人的激励越强,代理人越关心决策的正确性,而越坚持自己的观点,拒绝委托人命令的可能性也就越高。因此,基于权力的稀缺性,经营层权力与终极控制人权力的实现分别以削弱对方为代价,即两者之间存在冲突效应。这一点我们可以清楚地从广东华帝集团的案例中看出^②。

通过对华帝集团成长历程的回顾,可以看到华帝从引入中国首位职业经理人、实现所有权与经营权形式上的分离,再到职业经理人出局、创业者重新控制企业,最后到公开上市这一系列重大事件中,公司在权力配置方面发生着几番戏剧性的变化,最终的控制权还是落在控股股东兼创业者手中。而该公司一直以“实施股权激励的时机不够成熟”、“受到公司基本情况的限制”等理由而不肯实施股权激励。同样,国美电器在大股东权力占据绝对优势之时,也迟迟未推行股权激励计划。由以上案例可以初步推断,权力配置的确能够对股权激励强度产生影响,而

①“尺蠖效应”通常用来描述权责不对等的情况下权势者对运作方式调整的结果。

②案例详细内容请参见王宣喻等(2006),由于篇幅限制,此处不予赘述。

通过两类权力的博弈,终极控制人对于股权激励强度的负向影响可能更大。据此提出假设:

假设 1c:经营层权力和控制人权力在对股权激励强度作用的过程中存在冲突效应。而在民营中小上市公司中,终极控制人权力对于股权激励强度的负向作用更为强烈。

(二) 权力博弈对股权激励与双重代理成本之间关系的调节效应

股权激励产生的初衷是将股东与经营者的利益相结合,解决第一类代理问题。近几年,也有学者证实,股权激励同样可以作用于第二类代理问题,即能够抑制大股东对上市公司的侵占(丑建忠等,2008)。然而,安然丑闻等事件使股权激励的负面效应受到理论界与实践界的普遍关注。诸多研究也发现,股权激励并不必然解决两类代理问题,反而会带来更加严重的代理问题,如经营层会利用盈余管理手段使得行权时获得较大利益。从权力博弈的角度来探究其深层次原因,不同权力显现出的极大不对称性是影响激励机制发挥作用的重要因素。

具体而言,在经营层权力占主导地位的公司中,股权激励能否发挥治理作用很大程度上取决于经理层。如权小锋等(2010)发现,管理层权力越大,薪酬与操纵性业绩之间的敏感性越强。随着权力的增长,管理层更倾向利用盈余操纵获取绩效薪酬。王烨等(2012)以公告或实施股权激励的公司为样本进行检验发现:管理层权力越大,股权激励计划中所设定的初始行权价格就越低,即管理层会影响激励方案的制定,使其于己有利。而在终极控制人权力占据主导地位的公司中,股权激励效应的发挥在很大程度上取决于终极控制人。周仁俊和高开娟(2012)证实,大股东控制显著影响股权激励效果,第一大股东持股比例越高,股权激励效果越差。杨兴全等(2012)也发现,控股股东的两权分离度会削弱管理层激励的治理效应。由此可知,经营层权力与终极控制人权力将对股权激励与两类代理成本之间的关系产生明显的调节效应,因此提出假设:

假设 2a:股权激励能够对第一类代理成本产生显著的抑制效应,而经营层权力与终极控制人权力将对两者的关系产生双重调节作用,即两者的权力博弈将影响股权激励对第一类代理成本的作用。

假设 2b:股权激励能够对第二类代理成本产生显著的抑制效应,而经营层权力与终极控制人权力将对两者的关系产生双重调节作用,即两者的权力博弈将影响股权激励对第二类代理成本的作用。

三、研究设计

(一) 数据来源与样本选择

本文选择在深圳证券交易所中小企业板或者创业板上市,并且最终控制人性质为民营企业的非金融类公司作为研究样本,并在上述样本中,逐步剔除 ST 类公司、被停止上市的公司以及数据缺失的公司。由于股权激励制度的正式推行是在《上市公司股权激励管理办法(试行)》颁布之后,而多数股权激励草案的公布及其实施之间具有一定的时滞,因此,本文选择 2007-2012 年为研究区间。每年度得到 194 家上市公司,6 年共计 1 164 个有效观测样本的平衡面板数据。文中数据均来自于国泰安(CSMAR)数据库。

(二) 变量设计

1. 第一类代理成本(ACI)与第二类代理成本(ACH)的测量

根据已有文献,选择管理费用率(即管理费用与主营业务收入的比值)作为第一类代理成本的操作变量。由于控股股东对上市公司的资金侵占主要体现在应收账款和其他应收款,其

他应收款作为大股东对资金的直接占用,更能体现第二类代理成本(Jiang, et al., 2010),所以选择“其他应收款/总资产”测量第二类代理成本。

2. 股权激励(EI)的测量

根据周仁俊和高开娟(2012)等学者的研究,选择高管持股数量与公司总股份的比值作为高管股权激励的操作变量。

3. 经营层权力(MP)与终极控制人权力(UCP)的测量

参考孙健和卢闯(2012)等学者的研究,选择对总经理和董事长是否两职合一进行赋值来测度经营层权力。杨兴全等(2012)指出,控股股东的侵占动机将随着两权的日趋分离而更为强烈,对管理层激励效应的负面影响也就更加严重。因而选择终极控制人控制权与所有权的两权偏离程度(La Porta, et al., 1999)作为终极控制人权力的操作变量。

表 1 变量设计

变量类型	变量名称	符号	变量定义与计算方式
因变量	第一类代理成本	ACI	管理费用与主营业务收入之比
	第二类代理成本	ACH	其他应收款与公司总资产之比
自变量	股权激励	EI	高管持股数量与公司总股份的比值
调节变量	经营层权力	MP	总理由董事长或副董事长兼任设为 1, 否则设为 0
	终极控制人权力	UCP	终极控制人控制权与所有权的偏离程度
控制变量	股权集中度	CR	公司前三位大股东持股比例之和
	股权制衡度	Z	公司第一大股东与第二大股东持股比例的比值
	董事会规模	BS	董事会总人数
	独立董事比例	IB	独立董事数量占董事总数的比例
	公司规模	Size	公司总资产的自然对数
	财务杠杆	Lev	负债总额与资产总额的比值
	成长性	Growth	用总资产增长率来表示, 计算方式为“期末总资产-期初总资产)/期初总资产”

(三) 研究模型与方法

本文将采用面板数据分析方法来估计参数,以解决横截面数据或混合数据分析中较易出现误差项的序列相关性与异方差性等问题。为了检验经营层权力与终极控制人权力对股权激励强度的交互影响,引入交互项($MP * UCP$),为了检验两者对股权激励与双重代理成本之间的双重调节效应,引入三维交互项($EI * MP * UCP$)。其中, α 表示截距项, i 表示横截面的个体, t 表示时间, $e_{i,t}$ 表示随机干扰项。模型如下所示:

$$\begin{aligned} AC_{i,t} = & \alpha + u_i + b_1 EI_{i,t} + b_2 MP_{i,t} + b_3 UCP_{i,t} + b_4 EI_{i,t} \times MP_{i,t} + b_5 EI_{i,t} \times UCP_{i,t} + b_6 MP_{i,t} \times \\ & UCP_{i,t} + b_7 EI_{i,t} \times MP_{i,t} \times UCP_{i,t} + b_8 CR_{i,t} + b_9 Z_{i,t} + b_{10} BS_{i,t} + b_{11} IB_{i,t} + b_{12} Size_{i,t} + \\ & b_{13} Lev_{i,t} + b_{14} Growth_{i,t} + e_{i,t} \\ EI_{i,t} = & \alpha + u_i + b_1 MP_{i,t} + b_2 UCP_{i,t} + b_3 MP_{i,t} \times UCP_{i,t} + b_4 CR_{i,t} + b_5 Z_{i,t} + b_6 BS_{i,t} + b_7 IB_{i,t} + \\ & b_8 Size_{i,t} + b_9 Lev_{i,t} + b_{10} Growth_{i,t} + e_{i,t} \end{aligned}$$

四、实证结果分析

(一) 描述性统计

表 2 分年度变量描述性统计

变量 \ 年度		2007	2008	2009	2010	2011	2012
股权激励强度	平均值	0.0343	0.0537	0.0562	0.1043	0.1086	0.1045
	最大值	0.7910	0.6929	0.4838	0.5587	0.5517	0.5402
	最小值	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	标准差	0.1171	0.1239	0.0992	0.1503	0.1444	0.1359
终极控制人权力	平均值	8.1802	7.5037	7.7156	6.5165	6.5951	7.5037
	最大值	31.8202	39.4299	28.8190	28.5280	29.4489	39.4299
	最小值	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	标准差	8.8171	9.1566	8.6519	7.8495	8.0623	9.1566
经营层权力	平均值	0.3299	0.3196	0.3247	0.3196	0.3196	0.3247
	最大值	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000
	最小值	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	标准差	0.4714	0.4675	0.4695	0.4675	0.4675	0.4695
第一类代理成本	平均值	0.1082	0.1295	0.1291	0.2136	0.2094	0.1147
	最大值	2.2162	2.1591	3.6741	10.2595	16.6075	0.6199
	最小值	0.0054	0.0080	0.0101	0.0093	0.0059	0.0034
	标准差	0.1902	0.2241	0.2734	0.9860	1.2054	0.0976
第二类代理成本	平均值	0.0255	0.0218	0.0187	0.0166	0.0178	0.0183
	最大值	0.2387	0.2877	0.2173	0.1509	0.2200	0.5853
	最小值	0.0000	0.0000	0.0001	0.0000	0.0000	0.0000
	标准差	0.0434	0.0383	0.0287	0.0231	0.0299	0.0472

表 2 给出了主要变量的分年度描述性统计。结果表明,样本公司的高管股权激励水平逐年提升,均值从 2007 年的 3.43% 增长到 2012 年的 10.45%,涨幅明显。但仍有部分公司股权激励强度一直为零。因变量第二类代理成本的均值水平表现出相应的降低,而第一类代理成本尽管在个别年份有所起伏,但总体依然保持下降趋势,初步证实了股权激励确实对于民营中小上市公司的代理成本存在抑制作用。此外,第一类代理成本 2010 年和 2011 年的最大值分别为 10.2595 和 16.6075,即管理费用达到了主营业务收入的 10 倍以上。股权激励是否能够抑制代理成本,权力博弈又起到怎样的调节作用,将通过面板数据分析来获得经验证据。

(二) 权力博弈对股权激励强度的影响

表 3 给出了权力博弈对股权激励强度影响的面板数据分析结果。在对所有模型进行 Hausman 检验之后, M1、M2 选择固定效应模型,而 M3、M4 选择随机效应模型。由 M1 可知,股权集中度及公司成长性等控制变量对股权激励强度产生显著的负向影响,而董事会规模、公司规模、股权制衡度等则对股权激励强度具有正向影响。当分别加入经营层权力与终极控制人权力变量之后, R^2 明显增加。M2 的 F 值和 P 值表明模型整体有效,而经营层权力的系数为 0.0209 且在 0.1 水平上显著为正,说明经营层权力越大,股权激励强度越大,假设 1a 得证。而由 M3 可知,终极控制人权力的系数在 0.01 水平上显著为负,即终极控制人权力越大,股权激励强度越小,假设 1b 得证。在 M4 中交互项的回归系数显著为负,表明两者在对股权激励强度作用的过程中存在冲突效应,且终极控制人权力对股权激励强度的负向作用更为强烈,假设 1c 得到证实。

表 3 权力博弈对股权激励强度的影响

变量 \ 模型	M1	M2	M3	M4
<i>CR</i>	-0.0016 *** (-3.66)	-0.0016 *** (-3.74)	-0.0008 ** (-2.15)	-0.0008 ** (-2.08)
<i>Z</i>	0.0012 * (1.83)	0.0011 * (1.73)	0.0005 (0.82)	0.0005 (0.81)
<i>BS</i>	0.0096 ** (2.31)	0.0096 ** (2.32)	0.0013 (0.45)	0.0011 (0.37)
<i>IB</i>	0.0038 (0.03)	0.0239 (0.19)	-0.0131 (-0.14)	-0.0111 (-0.12)
<i>Size</i>	0.0333 *** (6.50)	0.0334 *** (6.52)	0.0260 *** (5.79)	0.0259 *** (5.78)
<i>Lev</i>	0.0171 * (1.72)	0.0199 * (1.95)	-0.0020 (-0.19)	-0.0019 (-0.18)
<i>Growth</i>	-0.0247 *** (-2.71)	-0.0246 *** (-2.72)	-0.0213 *** (-2.78)	-0.0210 *** (-2.75)
<i>MP</i>		0.0209 * (1.77)		0.0052 (0.55)
<i>UCP</i>			-0.0031 *** (-6.13)	-0.0032 *** (-6.34)
<i>MP * UCP</i>				-0.0010 * (-1.67)
<i>R</i> ²	0.0727	0.0763	0.0960	0.1075
F/Wald 检验	F = 9.36 P = 0.000	F = 8.57 P = 0.000	Wald = 242.19 P = 0.000	Wald = 248.77 P = 0.000
Hausman 检验	固定效应模型 (P < 0.05)	固定效应模型 (P < 0.05)	随机效应模型 (chi2 < 0)	随机效应模型 (chi2 < 0)

注: **、*、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平; Hausman 检验: P 大于 0.05 则接受原假设, 意味着模型为随机效应模型 (RE); 否则拒绝原假设, 采用固定效应模型 (FE); 对 Hausman 设定检验无法判别的模型, 采用随机效应模型 (RE); 本表未报告常数项。

(三) 股权激励、权力博弈与第一类代理成本

表 4 列示了在经营层权力与终极控制人权力的调节作用下, 股权激励对第一类代理成本的影响。如其所示, 股权激励变量的系数均在 0.1 水平上显著为负, 即股权激励对第一类代理成本具有显著的抑制作用。而 M5 的数据分析结果显示, 交互项 ($EI * MP$) 系数显著为正, 而交互项 ($EI * UCP$) 的系数则显著为负。也就是说, 经营层权力对于股权激励与代理成本的关系具有显著的负向调节效应, 而终极控制人权力具有正向调节效应, 即经营层权力越大, 股权激励对于第一类代理成本的抑制效应减弱, 而终极控制人权力越大, 这种抑制效应反而增强。此外, 三维交互项 ($EI * MP * UCP$) 的系数显著为负, 即经营层权力和终极控制人权力的双重调节效应为正向作用, 使股权激励对代理成本的抑制效应更为明显。由此可知, 两种权力具有冲突效应, 但终极控制人权力的调节效应更加凸显。因此, 假设 2a 得到证实。此外由表 4 可知, 股权集中度、股权制衡度、董事会规模等控制变量与第一类代理成本显著负相关, 但资产负债

债率却与第一类代理成本显著正相关。

表 4 股权激励、权力博弈与第一类代理成本

变量 \ 模型	M1	M2	M3	M4	M5
<i>CR</i>	-0.0024 *** (-3.68)	-0.0021 *** (-3.43)	-0.0021 *** (-3.37)	-0.0021 *** (-3.44)	-0.0021 *** (-3.39)
<i>Z</i>	-0.0060 * (-1.95)	-0.0059 * (-1.94)	-0.0060 * (-1.93)	-0.0060 * (-1.94)	-0.0061 * (-1.93)
<i>BS</i>	-0.0120 *** (-2.63)	-0.0114 *** (-2.64)	-0.0116 *** (-2.62)	-0.0116 *** (-2.62)	-0.0113 *** (-2.56)
<i>IB</i>	-0.2308 (-0.77)	-0.2283 (-0.78)	-0.2401 (-0.78)	-0.2535 (-0.92)	-0.2393 (-0.79)
<i>Size</i>	-0.0293 * (-1.96)	-0.0240 (-1.39)	-0.0240 (-1.38)	-0.0226 (-1.32)	-0.0238 (-1.38)
<i>Lev</i>	0.1557 * (1.69)	0.1599 * (1.66)	0.1604 * (1.66)	0.1607 * (1.67)	0.1614 * (1.66)
<i>Growth</i>	0.0242 (0.44)	0.0198 (0.38)	0.0194 (0.37)	0.0193 (0.37)	0.0190 (0.37)
<i>EI</i>		-0.1243 * (-1.79)	-0.1266 * (-1.74)	-0.2116 * (-1.75)	-0.2339 ** (-2.14)
<i>MP</i>			-0.0314 (-0.87)		-0.0439 (-0.89)
<i>UCP</i>				-0.0037 (-1.07)	-0.0040 (-1.00)
<i>EI * MP</i>			0.0991 (0.71)		0.1021 * (1.78)
<i>EI * UCP</i>				-0.0089 (-0.77)	-0.0153 * (1.72)
<i>MP * UCP</i>					0.0010 (0.27)
<i>EI * MP * UCP</i>					-0.0281 * (1.69)
R^2	0.112	0.136	0.160	0.160	0.183
F/Wald 检验	Wald = 42.41 P = 0.000	Wald = 53.26 P = 0.000	Wald = 52.79 P = 0.000	Wald = 54.93 P = 0.000	Wald = 54.59 P = 0.000
Hausman 检验	随机效应模型 (P > 0.05)	随机效应模型 (chi2 < 0)	随机效应模型 (P > 0.05)	随机效应模型 (P > 0.05)	随机效应模型 (chi2 < 0)

注：同表 3。

(四) 股权激励、权力博弈与第二类代理成本

由表 5 可知,股权激励对于第二类代理成本并没有产生显著的抑制作用。但由 M5 可知,交互项(*EI * MP*)的回归系数显著为负,与股权激励变量的系数符号相同,即经营层权力对于股权激励与第二类代理成本的关系具有显著的正向调节,经营层权力越大,股权激励对于第二

类代理成本的抑制效应越明显。三维交互项($EI * MP * UCP$)的系数也显著为负,说明两类权力的双重调节效应也为正向效应,即两类权力存在冲突,且在它们的共同影响下,股权激励对代理成本的抑制效应更加显著。因此尽管股权激励系数并不显著,假设 2b 部分得证。此外,股权制衡度与第二类代理成本显著正向关,而公司规模及成长性与第二类代理成本显著负相关。为保证研究结论的可靠性,分别采用“总资产周转率”与“应收账款/总资产”作为第一类与第二类代理成本的替代变量进行稳健性检验,所得结论基本一致。

表 5 股权激励、权力博弈与第二类代理成本

变量 \ 模型	M1	M2	M3	M4	M5
<i>CR</i>	0.0001 (0.61)	0.0001 (0.67)	0.0001 (0.68)	0.0001 (0.65)	0.0001 (0.64)
<i>Z</i>	0.0007 ** (2.47)	0.0007 ** (2.45)	0.0007 ** (2.44)	0.0007 ** (2.39)	0.0007 ** (2.33)
<i>BS</i>	-0.0010 (-1.07)	-0.0011 (-1.06)	-0.0010 (-1.14)	-0.0011 (-1.06)	-0.0010 (-1.07)
<i>IB</i>	-0.0092 (-0.34)	-0.0092 (-0.34)	-0.0004 (-0.02)	-0.0034 (-0.34)	-0.0015 (-0.01)
<i>Size</i>	-0.0038 ** (-2.09)	-0.0040 ** (-2.24)	-0.0040 ** (-2.30)	-0.0040 ** (-2.25)	-0.0040 ** (-2.22)
<i>Lev</i>	0.0061 (0.89)	0.0061 (0.89)	0.0064 (0.96)	0.0067 (0.89)	0.0066 (0.98)
<i>Growth</i>	-0.0056 *** (-3.12)	-0.0054 *** (-2.85)	-0.0053 *** (-2.57)	-0.0054 *** (-2.92)	-0.0054 *** (-2.84)
<i>EI</i>		0.0084 (0.91)	0.0089 (0.95)	0.0077 (0.89)	-0.0058 (-0.57)
<i>MP</i>			-0.0070 *** (-2.93)		-0.0094 *** (-3.37)
<i>UCP</i>				0.0007 (0.09)	0.0007 (0.44)
<i>EI * MP</i>			-0.0184 (-1.33)		-0.0565 ** (-2.30)
<i>EI * UCP</i>				-0.0001 (-0.13)	-0.0022 (-1.43)
<i>MP * UCP</i>					0.0001 (0.32)
<i>EI * MP * UCP</i>					-0.0063 * (-1.83)
R^2	0.061	0.066	0.065	0.051	0.128
F/Wald 检验	Wald = 156.48 P = 0.000	Wald = 174.65 P = 0.000	Wald = 181.92 P = 0.000	Wald = 172.30 P = 0.000	Wald = 193.32 P = 0.000
Hausman 检验	随机效应模型 (P > 0.05)	随机效应模型 (P > 0.05)	随机效应模型 (P > 0.05)	随机效应模型 (P > 0.05)	随机效应模型 (P > 0.05)

五、结论与启示

本文基于双重委托代理分析框架,构建了权力博弈对股权激励影响路径模型,并运用2007-2012年中国民营中小上市公司面板数据对权力博弈对股权激励强度及效应的影响进行检验发现:作为核心治理主体,经营层与终极控制人的权力博弈对股权激励强度及其双重效应均具有显著影响。第一,经营层权力与终极控制人权力分别对股权激励强度产生显著的正向和负向影响,两者在对股权激励强度作用的过程中存在冲突效应,终极控制人权力对股权激励强度的负向作用更为强烈;第二,股权激励对第一类代理成本具有抑制效应,在经营层权力与终极控制权力的双重调节效应下,这种抑制效应更为凸显;第三,股权激励对第二类代理成本的作用并不显著,但这种作用过程同样受到来自两类权力双重调节效应的显著影响。本文将权力博弈引入到股权激励效应研究之中,从权力博弈的新视角解读了股权激励强度及其效应发挥的过程,揭示了股权激励效应研究难以取得一致性结论的深层次原因。需要强调的是,由于公司规模与性质等因素会影响权力博弈的结果及其对股权激励效应的作用,本文选择采用民营中小上市公司作为样本,得出了更有针对性的结论。而这与以往以主板上市公司作为样本而得出的结论有着明显差异。比如,卢锐等(2008)、孙健和卢闯(2012)、王烨等(2012)均发现管理层权力对股权激励乃至薪酬、在职消费等激励契约具有显著影响,甚至严重抑制了这些契约正向效应的发挥。而在民营中小上市公司中,终极控制人权力可以作为制衡管理层权力的重要力量,从而保障股权激励计划的顺利实施。

因此,本文的研究结论对于民营中小上市公司而言有重要启示。合理的权力配置,能够减少合作行为中的谈判成本与监督成本,也是股权激励制度发挥预期效应的前提与基础。公司不能仅仅依靠通过股权激励计划来实现权力的均衡,而应主动地通过完善公司治理机制以及制度环境等对权力进行配置,从而更好发挥股权激励对代理成本的抑制效应,实现一个良好的权力均衡。

参考文献:

1. 丑建忠、黄志忠、谢军,2008:《股权激励能够抑制大股东掏空吗?》,《经济管理》第17期。
2. 方军雄,2011:《高管权力与企业薪酬变动的非对称性》,《经济研究》第4期。
3. 卢锐、魏明海、黎文靖,2008:《管理层权力、在职消费与产权效率》,《南开管理评论》第5期。
4. 权小锋、吴世农、文芳,2010:《管理层权力、私有收益与薪酬操纵》,《经济研究》第11期。
5. 孙健、卢闯,2012:《高管权力、股权激励强度与市场反应》,《中国软科学》第4期。
6. 唐建新、李永华、卢剑龙,2013:《股权结构、董事会特征与大股东掏空——来自民营上市公司的经验证据》,《经济评论》第1期。
7. 王宣喻、李新春、陈凌,2006:《资本合作与信任扩展:一个跨越家族的创业故事——广东华帝集团案例》,《管理世界》第8期。
8. 王烨、叶玲、盛明泉,2012:《管理层权力、机会主义动机与股权激励计划设计》,《会计研究》第10期。
9. 夏纪军、张晏,2008:《控制权与激励的冲突——兼对股权激励有效性的实证分析》,《经济研究》第3期。
10. 杨兴全、张丽平、吴昊旻,2012:《控股股东控制、管理层激励与公司过度投资》,《商业经济与管理》第10期。
11. 周仁俊、高开娟,2012:《大股东控制权对股权激励效果的影响》,《会计研究》第5期。
12. 祝继高、王春飞,2012:《大股东能有效控制管理层吗?——基于国美电器控制权争夺的案例研究》,《管理世界》第4期。
13. Aghion, P., and J. Tirole. 1997. "Formal and Real Authority in Organizations." *Journal of Political Economy*,

- 105(1):1 – 29.
14. Bebchuk, L. A. , and J. M. Fried. 2003. “Executive Compensation as an Agency Problem.” *Journal of Economic Perspectives*, 17(3):71 – 92.
 15. Core, J. E. , R. W. Holthausen, and D. F. Larcker. 1999. “Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance.” *Journal of Financial Economics*, 51(3):371 – 406.
 16. Ittner, C. D. , R. A. Lambert, and D. F. Larcker. 2003. “The Structure and Performance Consequences of Equity Grants to Employees of New Economy Firms.” *Journal of Accounting and Economics*, 34(1): 89 – 127.
 17. Jensen, M. C. , and W. H. Meckling. 1976. “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.” *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305 – 360.
 18. Jiang, G. H. , M. C. Charles, and H. Yue. 2010. “Tunneling through Inter – corporate Loans: The China Experience.” *Journal of Financial Economics*, 98(1): 1 – 20.
 19. Keltner, D. , D. H. Gruenfeld, and C. Anderson. 2003. “Power, Approach, and Inhibition.” *Psychological Review*, 110(2): 265 – 284.
 20. La Porta, R. , F. Lopez – de – Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. 1999. “Corporate Ownership around the World.” *Journal of Finance*, 54(2): 471 – 517.
 21. Lewellyn, K. B. , and M. I. Muller – Kahle. 2012. “CEO Power and Risk Taking: Evidence from the Subprime Lending Industry.” *Corporate Governance: An International Review*, 20(3): 289 – 307.
 22. Magee, J. C. , and A. D. Galinsky. 2008. “Social Hierarchy: The Self Reinforcing Nature of Power and Status.” *Academy of Management Annals*, 2(1): 351 – 398.
 23. Morek, R. , A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1988. “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis.” *Journal of Financial Economics*, 20(1 – 2): 293 – 315.
 24. Morse, A. , V. Nanda, and A. Seru. 2011. “Are Incentive Contracts Rigged by Powerful CEOs?” *The Journal of Finance*, 66(5):1779 – 1821.
 25. Van den Steen, E. 2005. “Organizational Beliefs and Managerial Vision.” *Journal of Law, Economics, and Organization*, 21(1):256 – 283.

Does Power Game of Governance Bodies Influence the Double Effects of Equity Incentive Contract?

Xu Ning, Ren Tianlong and Wu Chuang
(School of Management, Shandong University)

Abstract: Based on double – layer principle – agent framework, we construct a model to analyze the impact path of power game of governance bodies on equity incentive, and do the empirical research by using the panel data of private small and medium – sized listed companies during 2007 – 2012 in China. The results show that: the power game has significant impacts both on equity incentive intensity and its double effects. Specifically, managerial power and ultimate controller power have positive and negative influence on the equity incentive intensity respectively; there is a conflict in the process, the ultimate controller power’s negative impact shows more obviously; the negative effect of equity incentive on agency cost I becomes more significant in the dual moderating effect of the two powers; the impact of equity incentive on agency cost II is not significant, but this process is also moderated by the two powers simultaneously.

Key Words: Equity Incentive; Power Game; Double Agency Costs; Private Small and Medium – sized Listed Companies

JEL Classification: G34, M21, C23

(责任编辑:赵锐、彭爽)